

SENADO

SECRETARIA

DIRECCION GENERAL DE COMISIONES

XLIVa. LEGISLATURA
PRIMER PERIODO

CARPETA Nº 144 DE 1995

COMISION DE HACIENDA

DISTRIBUIDO Nº 463 DE 1995

SIN CORREGIR POR LOS ORADORES

OCTUBRE DE 1995

FONDOS DE INVERSION

C r e a c i ó n

Versión taquigráfica de la sesión de la Comisión del día 5 de octubre de 1995

A S I S T E N C I A

Preside	: Senador Hugo Fernández Faingold
Miembros	: Senadores Danilo Astori, Jorge Batlle, Alberto Couriel e Ignacio Posadas
Invitados especiales	: Representantes del Banco Central del Uruguay: Director contador Ricardo Pascale; Vicepresidente contador Humberto Capote; Gerente del Servicio de Control del Mercado de Valores, contador Enrique Orioli y Asesor contador Roberto Baz
Secretaria	: Raquel Suárez Coll
Ayudante	: María José Morador

ar.

SEÑOR PRESIDENTE.- Habiendo número, está abierta la sesión.

(Es la hora 10 y 10 minutos)

La Comisión da la bienvenida a los miembros del Directorio del Banco Central y asesores.

El día que comenzamos a estudiar el proyecto de ley relativo a fondos de inversión, analizamos la versión taquigráfica de una reunión que celebró esta Comisión, el año pasado, con el Directorio de dicho Banco, respecto a este tema. De todas formas, quisimos iniciar la discusión del proyecto solicitando al Banco Central que nos dé su opinión, en términos generales, en cuanto a la iniciativa que hoy está analizando la Cámara de Representantes, vinculada con el mercado de valores. En segundo lugar, solicitaríamos a quienes hoy nos visitan que, si están en condiciones, realicen observaciones particulares. Si ello no fuera posible, de cualquier manera quedaría abierto un procedimiento que después examinaríamos, pero que en principio podría ser similar al que manejamos con la ley anterior. En ese caso, sería bueno que concurrieran a esta Comisión con las observaciones por escrito, de forma de incorporarlas al trabajo de la Comisión.

SEÑOR PASCALE.- Es un placer concurrir a esta Comisión para dar nuestra impresión sobre el proyecto de fondos de inversión. Si les parece bien a los miembros de la Comisión, en primer lugar vamos a hacer una pequeña exposición global sobre este tema, dando la opinión que le merece al Banco Central.

En términos generales, esta iniciativa recoge los avances en materia de legislación del funcionamiento de algunos aspectos de los mercados de capitales que se han venido dando en los últimos años. En realidad, estas leyes recogen los avances de la teoría financiera que se creó en la década del 50. En definitiva, hasta esa época, el problema de los ahorristas y de los inversores --sobre todo los pequeños-- era cómo distribuir y diversificar su inversión, cuando no se tenían fondos cuantiosos ni capacidad de asesoramiento importante como para poder hacerlo

eficientemente. En materia financiera, con los aportes de dos premios Nóbel en Economía como son Harry Markovich y James Tobi, se desarrolla la llamada "teoría del portafolio". Esta le da una forma sistematizada y académica al viejo dicho: "No pongamos todos los huevos en la misma canasta". De esta forma, se logra un mayor rigor científico y éste es el gran aporte que se realizó en ese momento. Luego, en el mercado se comenzó a analizar la forma en que se llevaba adelante esa diversificación eficiente a la que habían llegado Markovich y Tobi por caminos separados. Así empiezan a desarrollarse, en distintos países, fondos mutuos o de inversión que buscan, de alguna manera, diversificar eficientemente distintos tipos de inversión, de forma tal que un participante pequeño pueda acceder a una parte de ese fondo que está diversificado por técnicos que conocen mucho sobre el tema y que hubiera sido imposible contratar por una persona de recursos escasos o medianos que así puede participar y aprovechar las ventajas de esa tecnología.

Así se fue desarrollando en distintos países y creo que esta iniciativa se encuadra, en términos generales, dentro de la tradición de incorporar a nuestra legislación la posibilidad de crear fondos separadamente de sus sociedades, e incluyendo delicados controles.

La opinión general del Banco Central del Uruguay es positiva con respecto al proyecto de ley en su conjunto.
Naturalmente que una lectura más detenida del tema puede habilitar, en algún momento, el mecanismo del que habló el señor Presidente, en el sentido de enviar el detalle de algún artículo en particular. Pero en términos generales, el proyecto ha recibido el beneplácito del Banco Central del Uruguay y se considera como un avance en este sentido porque llena un vacío en nuestra legislación. Este vacío se daba porque la realidad del mercado estaba por delante de la legislación vigente.

Reitero que considero esto muy importante y es nuestra primera apreciación general.

SEÑOR POSADAS MONTERO.- Hay algunos aspectos del articulado que podría plantear cuando llegue el momento pero, si nuestros invitados nos pueden dar una respuesta ahora, mejor,

o pueden contestarnos en otra oportunidad.

SEÑOR PRESIDENTE.- Tengo una consulta de carácter general de la que me gustaría escuchar la opinión de los representantes del Banco Central del Uruguay. El tema se refiere a los Fondos de Inversión en la modalidad particular que hoy conocemos, y quisiera saber la opinión que tienen nuestros invitados sobre su funcionamiento actual. Es decir que en la plaza han estado apareciendo ofertas de portafolios diversificados y desearía saber la información que disponen en cuanto al volumen y caracterización de esta oferta y la impresión que tienen en lo que tiene que ver con su funcionamiento.

Por otro lado, pregunto si tienen conocimiento de alguna expectativa creada en relación a una ley o a una normativa específica y qué efecto podría tener ésta para el desarrollo tanto de los fondos como de las sociedades administradoras.

SEÑOR PASCALE.- Hasta este momento, el Banco no tiene una capacidad muy clara en cuanto a intervenir o analizar detenidamente algunos fondos existentes.

En general, pienso que este proyecto de ley puede tener una demanda razonable, aunque no espectacular, pero creo que llena un vacío considerable. Considero que esto se da en los casos en los que la legislación accede a una realidad que está pidiendo algún tipo de solución. Hay circunstancias que llevan a que se normativice un tema para el cual el mercado aún no está preparado. Pienso que, en este caso, es muy importante porque hay capacidad técnica en el país para hacerlo --de lo contrario, esta capacidad puede ser adquirida-- ya que es un tema muy conocido en el mundo y del que se tiene una enorme experiencia. No obstante, estos fondos requieren un manejo prudente y, en ese sentido, existe una gran preocupación. Con esto no queremos decir que se vaya a obstaculizar un desarrollo fluido y ágil del tema.

En definitiva, en términos generales, considero que se está llenando un vacío y que existe una determinada demanda, aunque no creo que ésta sea abrumadora, pero se va a poder trabajar con tranquilidad en esta materia, al contar con un marco normativo habilitante.

SEÑOR PRESIDENTE.- Si no existen consultas de carácter general sobre el tema, pasaríamos a formular las interrogantes de orden específico sobre el texto.

SEÑOR POSADAS MONTERO.- Mi primera duda está referida al artículo 4º que habla de la representación de las participaciones en los Fondos de Inversión, ya que el proyecto de ley las concibe como necesariamente nominativas, dado que las escriturales son siempre nominativas. Debe existir un motivo para esto, pero no alcanzo a comprender por qué no se permiten participaciones al portador. Aclaro que no es necesario que me respondan en este momento, nuestros invitados pueden analizar el tema y contestar con posterioridad.

La primer interrogante que deseo plantear en relación al artículo 5º tiene que ver con el literal b). Este artículo habla de las sociedades administradoras y, expresamente, se permite que las sociedades anónimas corredoras de bolsa puedan ser administradoras de fondos de inversión. Si se quiere, este es un tema de orden político y no representa una duda jurídica o técnica, porque aquí entran a jugar dos cosas: por un lado que, obviamente, una sociedad corredora de bolsa es algo afín a esta materia del manejo de fondos y, por otro, que se puede abrir la puerta para que quien opere para sí esté, a la vez, administrando un fondo. Tradicionalmente, la Bolsa de Valores uruguaya nunca autorizó --aunque sí en forma teórica-- a los corredores a tomar posiciones propias. Concretamente, mi duda es si por este camino no abrimos esa posibilidad y qué consecuencias tendría. Comprendo que excluirlas significa eliminar entidades que son afines al tema, pero permitirlas puede plantear la ambivalencia de que por un lado se está administrando un Fondo que se supone debe mantenerse en forma independiente, y por otro son operadores y pueden asumir posiciones propias en ese Fondo.

Con relación al inciso siguiente de ese mismo artículo, que refiere al otorgamiento de autorización por el Banco Central, aparece un aspecto que se repite en alguna otra disposición. Allí se establece expresamente que el Banco, para autorizar, debe tener en cuenta razones no sólo de legalidad, sino también de oportunidad y conveniencia. Es cierto que los Fondos de Inversión no son algo exactamente igual a la materia que tratamos en el proyecto de ley sobre mercado de valores, pero cuando consideramos esa iniciativa, este tema se discutió, creo que incluso en alguna de las sesiones en que estaban presentes los representantes del Banco Central.

Personalmente, me inclino hacia la tesis, me parece que compartida por el señor Senador Batlle, entre otros, de que no es bueno siquiera discutir la conveniencia, a los efectos del funcionamiento del instrumento --ni tampoco desde el punto de vista del Banco Central-- de imponerle la responsabilidad --porque si se le otorgan las atribuciones, estas conllevan aquella-- de hacer juicio de oportunidad y conveniencia. De alguna manera, si por algún motivo previsible o imprevisible esto arroja un mal resultado, quiera o no, el Banco será atributario de la responsabilidad. Quiere decir que si tiene la responsabilidad de conceder autorización para un Fondo, y de esa forma expresa que es conveniente y oportuno, pero por cualquier motivo tiene lugar un insuceso, el Banco queda salpicado por la materia. Por eso me inclino a que los controles sean de legalidad y no de conveniencia o de oportunidad.

SEÑOR BATLLE.- Nosotros recibimos siempre una serie de documentos intitulados Asociación de Deudores de tal cosa o Asociación de Perjudicados por tal otra, que ya son tradiciones en este país. Con la idea de que el Estado es el Padrenuestro de todos los días, uno tiene que arreglar todos los problemas. Entonces, pensábamos que hacer de ella algo que tuviera cierto fundamento, tendría consecuencias perturbadoras. Ya son muchos los créditos que debe abonar el Banco Central.

SEÑOR POSADAS MONTERO.- El mismo tema se plantea en el literal b) del artículo 6º para el caso de las transferencias de acciones de las sociedades administradoras, donde también se impone al Banco Central un pronunciamiento de oportunidad y conveniencia. No voy a reiterar los motivos, pero sí diré que me parece de buena práctica que la autoridad controladora sepa si hay transferencias de acciones o no. En definitiva, el costo-beneficio de que deba aprobarlo por razones de oportunidad o conveniencia, me parece negativo.

Luego, hay algunos aspectos que son comunes al proyecto de mercado de valores, donde creo la Comisión deberá ir planteando las mismas soluciones propuestas en la otra iniciativa.

SEÑOR PRESIDENTE.- Con respecto al artículo 7º, que deja totalmente librada al Banco Central la fijación de la responsabilidad patrimonial por vía de decisiones reglamentarias, quisiera saber si no hay un criterio objetivo que pueda ser incorporado al artículo de la ley en ese

sentido. De lo contrario, quizá convenga incluir en la ley algún criterio objetivo que paute al Banco Central límites dentro de los cuales la reglamentación pueda actuar. Decir que tal o cual Fondo va a operar es una vía indirecta, aun cuando le damos una serie de ventajas o posibilidades que no damos al otro. Por eso, si existe algún criterio objetivo o indicación de pautas, tal vez habría que incorporarlo en el texto de la ley.

SEÑOR POSADAS MONTERO.- No sé si en ese caso el mecanismo más afín no será algo similar a los encajes, porque presumo que aquí habrá elementos cualitativos. No se trata solamente del volumen que maneja una sociedad administradora, sino su composición. Aclaro que no sé si en la práctica puede realizarse, pues no todos los Fondos, por tener el mismo volumen, van a ser iguales en cuanto a su perfil, nivel de riesgo, etcétera. Quizá se pueda manejar mejor como criterio de encaje que de responsabilidad.

SEÑOR PRESIDENTE.- Justamente por eso hablaba de pautas.

SEÑOR POSADAS MONTERO.- Por otro lado, en el artículo 20 se otorga al Banco Central la responsabilidad para determinar el patrimonio mínimo de cada Fondo, el número mínimo de cuotapartistas, etcétera.

No sé si esto es bueno, es decir, si el Banco Central debe asumir la responsabilidad de decir que los patrimonios de los Fondos de Inversión no pueden ser inferiores a equis. ¿Por qué no? No veo cuál es el bien jurídico a tutelar para que no puedan existir Fondos de Inversión pequeños y que el Banco deba resolver que uno de éstos no puede ser inferior quién sabe a qué cifra. De la misma manera, no veo por qué deba, tampoco, decidir el número mínimo de cuotapartistas, ya que no sé a quién puede perjudicar el hecho de que haya más o menos inversores en el Fondo.

SEÑOR PASCALE.- Quiero informar a la Comisión que me gustaría estudiar este tema con el detenimiento que merece para efectuar, a la brevedad, comentarios más documentados de legislación comparada. Entonces sí, con mucho gusto, lo someteremos a la consideración y discusión de este Cuerpo.

SEÑOR PRESIDENTE.- Si los miembros de la Comisión están de acuerdo, la Mesa entiende que tal vez sería conveniente suspender la toma de la versión taquigráfica y conversar con un poco más de flexibilidad sobre este proyecto y su

vinculación al mercado de valores y alguna otra situación que el Banco Central considere.

Se suspende la toma de la versión taquigráfica.

(Así se hace siendo la hora 10 Y 33 minutos).

AV.7